

健盛集团 (603558.SH)

国内领先袜类及内衣生产企业，产能释放订单增长

全国领先的内衣制造商。公司是中国最大棉袜生产商，主要生产定位中高端的各类棉袜，布局染色、辅料生产、织造等全产业链，采用 ODM、OEM 的生产模式，已成为 PUMA、优衣库、UA、迪卡侬、HM 等知名品牌公司长期供应商，出口比例超过 80%。公司于 2013 年布局越南产能，是行业内唯一一家入驻越南的棉袜生产厂商。2017 年收购俏尔婷婷 100% 股权，排名全国第一、全球第三的无缝内衣龙头。2018H1 公司营收同增 64.47% 至 7.57 亿元（棉袜 5.21 亿元/无缝内衣 2.34 亿元），净利同增 69.89% 至 1.11 亿元，靓丽表现主要系产能释放订单增加以及俏尔婷婷并表所致（剔除并表因素营收同增 14%）。2018 年业绩预告归母净利润达到 1.97~2.42 亿元，同增 50%~90%。

内衣市场整体增速平缓，但产品升级、行业整合趋势明显。2009-2016 年棉袜市场复合增速为 3.5%，预计 2017-2020 年复合增速为 2%~3%。从需求端来看，随着居民消费能力提升，对中高端棉袜需求上升；从供应端来看，行业高度分散，生产具备科技含量的高品质棉袜资源稀缺。无缝内衣属于纺织新兴产业，对传统缝制局部替代，渗透率不断提升。公司两类业务在行业中均处领先地位，享乘产品升级、产业整合机会。

竞争优势：（1）产业链延伸，解决染色瓶颈。在国内及越南均布局印染项目，满足自身需求；**（2）积极拓展与品牌商直接合作，提高产业链溢价能力。**2013 年公司前五大客户中有四席为采购中间商，而 2018 年公司前五大客户几乎均为下游品牌商。**（3）越南产能释放，订单增长驱动成长。**越南相较于国内，在税收政策、生产成本端更具吸引力，越南产能释放为公司吸引更多客户/订单。2018 年越南棉袜产能 1.1 亿双，预计 2019 年实现 1.5 亿双产能，同增 36%。**（4）切入无缝内衣市场，丰厚公司业绩。**俏尔婷婷凭借领先技术、优质客户以及产能释放等优势，与公司主业形成互补，业绩增速可期。

投资策略：公司是国内领先棉袜代工企业，具备全产业链延伸、越南产能布局优势，未来随着越南产能进一步扩张订单有望随之增长。收购俏尔婷婷，切入无缝内衣新兴纺织行业，与主业在客户、原材料采购、运输等方面形成协同，增速可期。预测 2018/2019/2020 年净利润分别达到 2.09/2.63/3.14 亿元，对应 EPS 0.50/0.63/0.75 元。给予目标价 13 元，对应 2019 年 PE 21 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济不景气导致消费疲软；汇率异常波动风险；越南政策变化风险；客户订单转移风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	664	1,138	1,546	1,801	2,192
增长率 yoy（%）	-7.1	71.4	35.8	16.5	21.7
归母净利润（百万元）	103.6	132	209	263	314
增长率 yoy（%）	2.2	26.9	59.3	25.8	19.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.25	0.32	0.50	0.63	0.75
净资产收益率（%）	5.6	4.7	7.2	8.5	9.4
P/E（倍）	44.1	34.7	21.8	17.3	14.5
P/B（倍）	2.5	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	服装家纺
最新收盘价	10.92
总市值(百万元)	4,567.43
总股本(百万股)	416.36
其中自由流通股(%)	92.29
30 日日均成交量(百万股)	3.72

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1353	1124	1444	1658	1943	营业收入	664	1138	1546	1801	2192
现金	379	270	464	540	658	营业成本	493	818	1070	1220	1470
应收账款	121	257	256	342	386	营业税金及附加	7	12	13	16	18
其他应收款	32	41	58	57	82	营业费用	33	52	70	82	102
预付账款	5	6	12	10	15	管理费用	67	123	165	194	238
存货	255	335	438	493	587	财务费用	-6	21	4	16	16
其他流动资产	562	216	216	216	216	资产减值损失	1	5	4	5	8
非流动资产	1103	2159	2400	2485	2647	公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	10	9	8	9	8
固定投资	570	944	1170	1266	1418	营业利润	79	131	227	276	350
无形资产	208	238	252	265	278	营业外收入	59	29	28	45	32
其他非流动资产	325	977	978	954	952	营业外支出	6	4	3	4	4
资产总计	2457	3283	3844	4144	4591	利润总额	131	156	252	317	379
流动负债	532	449	862	981	1171	所得税	28	25	43	54	64
短期借款	352	198	541	672	753	净利润	104	132	209	263	314
应付账款	98	109	161	147	224	少数股东收益	0	0	0	0	0
其他流动负债	83	142	160	163	194	归属母公司净利润	104	132	209	263	314
非流动负债	84	60	61	61	61	EBITDA	200	251	364	460	546
长期借款	2	0	1	1	1	EPS (元/股)	0.25	0.32	0.50	0.63	0.75
其他非流动负债	82	60	60	60	60						
负债合计	616	509	923	1042	1232						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	371	416	416	416	416	会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	1082	1911	1911	1911	1911	成长能力					
留存收益	372	465	601	772	977	营业收入 (%)	-7.1	71.4	35.8	16.5	21.7
归属母公司股东收益	1840	2774	2921	3101	3358	营业利润 (%)	-37.0	67.2	73.2	21.5	26.7
负债和股东权益	2457	3283	3844	4144	4591	归属母公司净利润 (%)	2.2	26.9	59.3	25.8	19.3
						盈利能力					
						毛利率 (%)	25.8	28.1	30.7	32.2	33.0
						净利率 (%)	15.6	11.6	13.6	14.6	14.3
						ROE (%)	5.6	4.7	7.2	8.5	9.4
						ROIC	4.9	4.5	6.2	7.3	8.0
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	25.1	15.5	24.0	25.1	26.8
						净负债比率 (%)	-1.1	-2.6	2.7	4.3	2.9
						流动比率	2.5	2.5	1.7	1.7	1.7
						速动比率	2.1	1.8	1.2	1.2	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0
						应付账款周转率	5.4	7.9	7.9	7.9	7.9
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.32	0.50	0.63	0.75
						每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.24	1.03	0.60	0.58	0.98
						每股净资产 (最新摊薄)	4.42	6.66	7.02	7.45	8.07
						估值指标 (倍)					
						P/E	44.08	34.73	21.81	17.34	14.53
						P/B	2.48	1.65	1.56	1.47	1.36
						EV/EBITDA	23.17	18.1	12.9	10.3	8.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

质地优异的棉袜生产企业.....	5
中国领先内衣生产厂商.....	5
股权结构稳定.....	6
袜业市场成熟维稳，无缝内衣成长空间显著.....	7
袜业竞争格局分散，集中度逐渐提升.....	7
无缝内衣属新兴市场，渗透率不断提高.....	10
产能释放对接优质客户，产业链完整铸就龙头优势.....	11
产业链上下游布局完整.....	11
积极拓展与品牌商直接合作.....	11
越南产能释放，享乘行业整合红利.....	12
俏尔婷婷：强研发+产能扩张，业绩增速可期.....	13
财务分析.....	14
主营业务运营稳健.....	14
盈利能力行业居前，越南建设导致费用率有所上升.....	15
实际运营能力逐步增强.....	16
经营现金流情况良好.....	17
盈利预测与估值.....	17
盈利预测.....	17
估值评级.....	19
投资建议.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 公司产能逐渐向越南转移 (万双).....	5
图表 2: 截至 2017 年公司产能情况.....	5
图表 3: 公司 2012~2018 三季度收入及增速 (百万).....	6
图表 4: 公司 2012~2018 三季度净利润及增速 (百万).....	6
图表 5: 公司 2015~2018H1 收入结构 (万元).....	6
图表 6: 公司 2015 年 VS2017 年出口比例.....	6
图表 7: 股市股权结构图.....	7
图表 8: 全球袜子市场规模.....	7
图表 9: 各档次棉袜信息.....	9
图表 10: 2010~2021 (E) 全球内衣行业规模.....	10
图表 11: 2010~2021 (E) 全球内衣销量.....	10
图表 12: 2010~2021 (E) 全球内衣平均单价.....	10
图表 13: 各国内衣市场规模增速对比.....	10
图表 14: 袜业生产—销售流程图.....	12
图表 15: 中越生产成本对比一览.....	13
图表 16: 俏尔婷婷的客户.....	14
图表 17: 健盛集团的客户.....	14
图表 18: 健盛集团营收增速情况与同业对比.....	15
图表 19: 健盛集团归母净利润情况与同业对比.....	15
图表 20: 2013~2018H1 公司毛利率与净利率情况.....	15

图表 21: 公司毛利率水平与同业对比.....	15
图表 22: 2013~2018H1 公司三费情况.....	16
图表 23: 公司净利率水平与同业对比.....	16
图表 24: 2013~2018H1 存货周转天数.....	16
图表 25: 2013~2018H1 应收账款周转天数.....	16
图表 26: 2013~2018H1 经营性自由现金流情况.....	17
图表 27: 2013~2018H1 经营性自由现金流占营收比重.....	17
图表 28: 产能预测.....	18
图表 29: 营收预测 (万元).....	18
图表 30: 三费预测.....	19
图表 31: 此处录入标题.....	19
图表 32: WACC 假设和计算 (单位: 百万元人民币).....	20
图表 33: 绝对估值.....	20

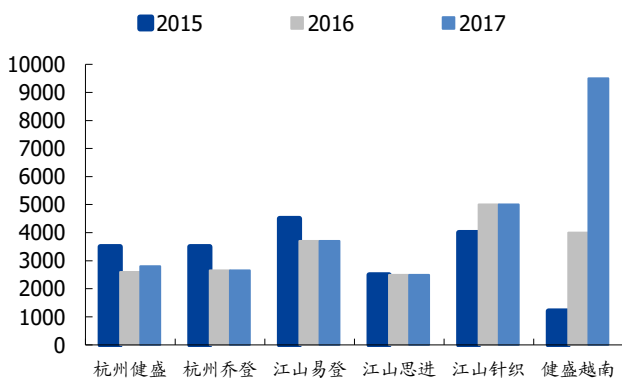
质地优异的棉袜生产企业

中国领先内衣生产厂商

健盛集团成立于1993年，于2015年上市，2017年收购无缝内衣龙头——俏尔婷婷。公司主营袜类廿余年，是国内袜类制造龙头，主要生产、出口高品质常规棉袜以及各类体育用袜、特殊功能袜等，采用ODM、OEM的生产模式为国际知名零售商和品牌公司服务，出口比例超过80%。公司主要业务为棉袜、家居服饰及无缝内衣，根据测算2018年收入占比分别为65%、2%、33%。

棉袜产业线日益完善，率先布局越南。公司拥有杭州健盛、杭州乔登、江山易登、江山思进、江山针织五个生产基地，棉袜产业链布局日渐完善，向上游延伸出染色、橡胶厂、氨纶线等加工工厂。截至2018年国内产能约1.65亿双，其中杭州地区销售面向日本客户，江山工厂主要面向欧洲及大洋洲客户需求，未来公司计划国内产能维稳，进一步开拓东南亚地区。2013年开始布局越南产能，是全球唯一一家布局越南的棉袜生产厂商。截至目前公司在越南拥有三个生产项目，拟建设2.6亿双棉袜生产及产业链配套项目，2018年释放产能1.1亿双，计划2019年产能达到1.5亿双。

图表1: 公司产能逐渐向越南转移(万双)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 截至2017年公司产能情况

名称	业务性质	2017年产能
杭州健盛	生产各类袜子	2800万双
杭州乔登	生产各类袜子	2650万双
江山易登	袜子及纺织辅料的生产	3700万双
江山思进	橡皮筋、氨纶线、刺绣及袜子的加工生产	2500万双
江山针织	袜子及纺织辅料的生产	5000万双
健盛越南	拥有两块生产基地, 分别计划袜子生产以及袜子印染等工艺	9500万双

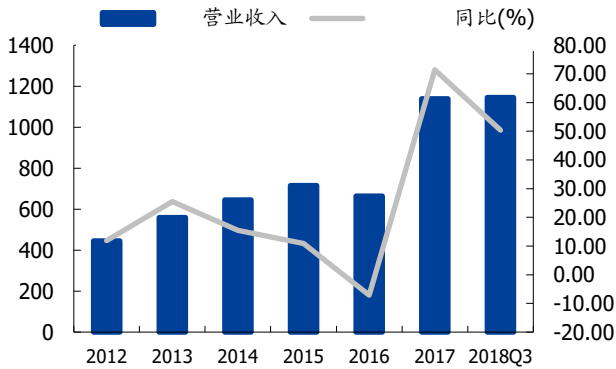
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购俏尔婷婷，与无缝内衣联姻成功。公司于2017年6月收购俏尔婷婷100%股权，切入无缝内衣市场。俏尔婷婷是专业无缝内衣制造商，目前排名全国第一、世界第三。主要产品包括常规内衣、塑形内衣、运动内衣以及文胸。无缝服饰是指采用三维立体一次性成型针织技术，以人体曲线数据库利用专业织机从纱线到成衣一次性织成的服饰，毛利水平较高。公司承诺2017~2019年度实现扣非净利润不低于6500万元、8000万元、9500万元。我们预计2018年俏尔婷婷超额完成业绩目标，达9000万元。

公司业绩稳定，客户结构不断优化。2012~2015年收入均保持两位数增长，2016年受到重要客户迪卡侬订单流失（由于土耳其政局不稳，客户将订单转移至土耳其以谋求低成本）导致营收出现负增长。2017年迪卡侬大部分订单已回流，同时公司积极开拓北美市场、挖掘新客户，2017年袜子销售同比增长42.5%。为了降低单一客户风险，公司战略性优化客户质量与结构，目前已与PUMA、UA、冈本和优衣库、迪卡侬、HM等下游客户建立了长期的供应关系，前六大客户贡献订单量85%以上。

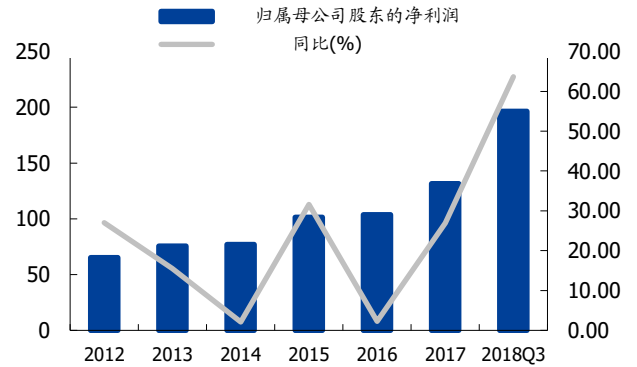
产能逐渐释放，2018年业绩靓丽。根据2018年业绩预告，公司扣非后净利润同增90%~130%至1.76~2.13亿元。主要系越南基地产能释放，客户数量和客户订单数量增加；以及收购公司俏尔婷婷贵州基地产能释放叠加并表（2017年8~12月并表）等因素所致。

图表3: 公司2012~2018三季度收入及增速(百万)



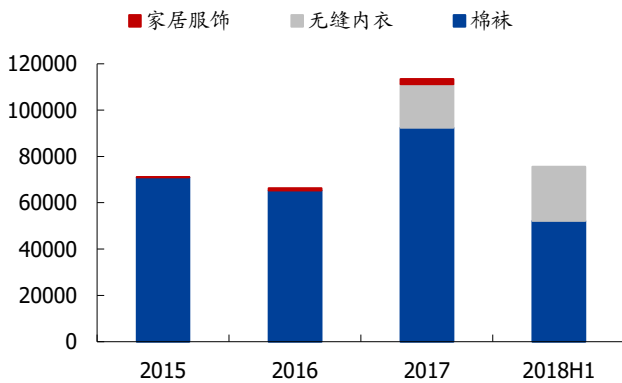
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司2012~2018三季度净利润及增速(百万)



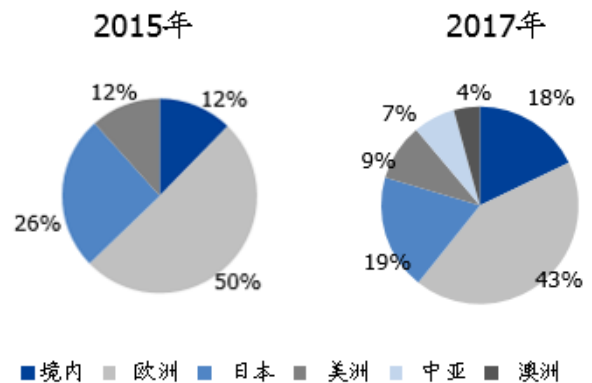
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表5: 公司2015~2018H1收入结构(万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司2015年VS2017年出口比例



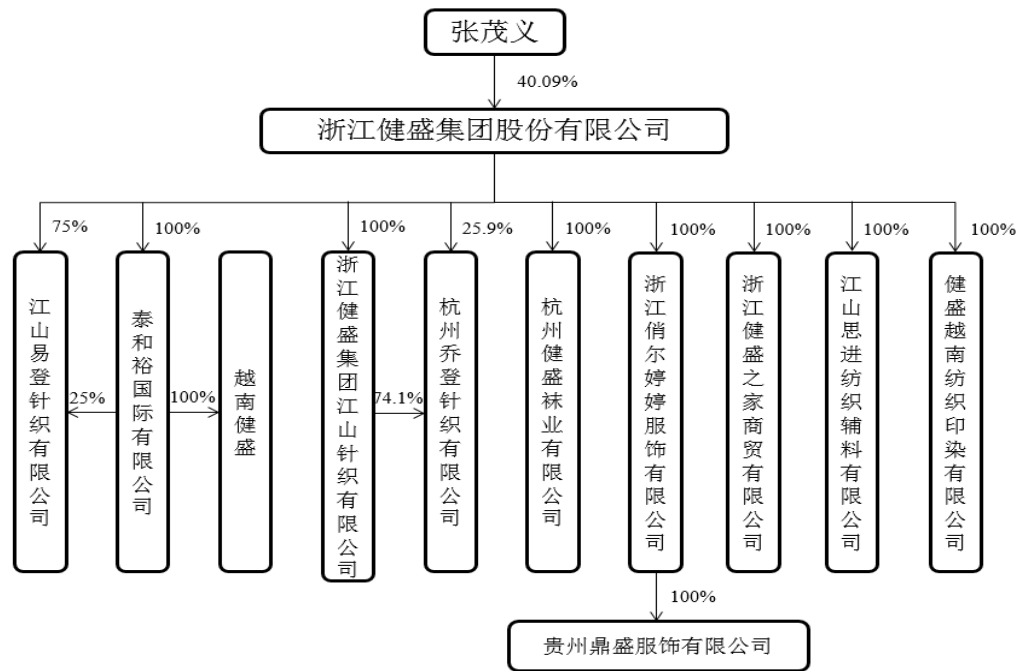
资料来源: wind, 国盛证券研究所

股权结构稳定

公司股权结构稳定。截至2017年末，公司第一大股东为董事长张茂义先生，持股40.1%；第二大股东为俏尔婷婷原股东夏可才，持股8%；其余管理层包括董事、财务总监胡天兴持股2.3%；副总经理、董事姜风持股1.8%等。

公司于2019年3月22日开始本次解除限售股份数量7050万股（杭州君达投资1410万股、北京鑫达唯特投资705万股、上海晨灿投资705万股、泰达宏利705万股、浙江硅谷天堂705万股、鹏华基金1410万股、孙鑫明705万股、创东方长盈投资705万股），占公司总股本的16.93%。

图表 7: 股市股权结构图



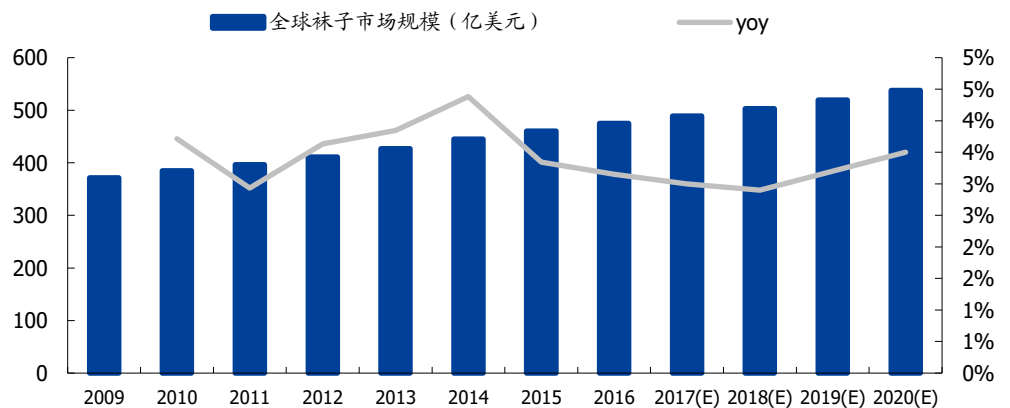
资料来源: wind, 国盛证券研究所

袜业市场成熟维稳，无缝内衣成长空间显著

袜业竞争格局分散，集中度逐渐提升

棉袜行业市场发展成熟，需求稳定。棉袜作为日常生活的必需品，具备低单价且快消的属性，因而在全球范围内需求趋于稳定。根据《中国产业信息》测算，2009年全球棉袜市场规模371.3亿美元，2016年市场空间474.7亿美元，复合增速为3.5%，低于纺织服装市场增速（5%~6%）。预计2017~2020年棉袜市场复合增长率2%~3%。

图表 8: 全球袜子市场规模



资料来源: 中国产业信息, 国盛证券研究所

从产品结构来看，居民需求呈两级分化。对大众消费者而言，中低端棉袜足以满足日常需求，追求低价且物美。但随着居民生活水平的提高，对场景化服饰的需求上升，使得袜子在功能性和审美性上的突破得到重视，愿意为此支付增量价差。延伸出具备排气、排湿、速干、红外保暖、夏季凉感等技术含量较高的功能，以及正装袜、特种袜等搭配各种场合，跑步袜、登山袜、足球袜、篮球袜、高尔夫球袜等各种体育袜。

从竞争格局来看，行业高度分散，中高端棉袜正在产业集中化。据统计，2017年我国出口袜品140.8亿双，出口金额为约323亿元。而健盛集团作为我国最大的袜业生产商，2017年棉袜销售额9.31亿元，占全国总出口金额3%左右，竞争格局分散。然行业正逐渐集中化，中高端袜业趋势更明显，究其原因在于：1) 环保监管、成本上行、产品同质化严重导致薄利润等压力下小作坊不堪重负，逐渐清出；2) 下游品牌商对产品质量、供应链效率等要求提升，小厂房难以满足；3) 龙头制造商具备投入研发设计能力，延伸产业链，从而深度锁定客户；4) 规模效应下龙头供应商更具备成本优势。

图表 9: 各档次棉袜信息

	价格带	代表品牌	功能	产品图示
低端	5~15元	浪莎	透气、吸湿排汗、保暖	
		南极人	防臭、吸湿排汗、保暖	
	20~30元	优衣库	舒适透气、贴身、结实耐穿、防滑	
中高端	69~149元	NIKE/Adidas	舒适透气、贴身、减震、结实耐穿、防滑、支撑效果、减少滞重感	
	39~80元	厚木	舒适透气、足跟硅胶防掉落、保暖、贴合性	
	40~80元	迪卡侬	舒适透气、排汗、耐磨、旅行登山、贴合性、减少摩擦	
	169~1000元	FALKE	舒适、防滑、温度调节、吸湿排汗、保暖、旅行登山、贴合性	

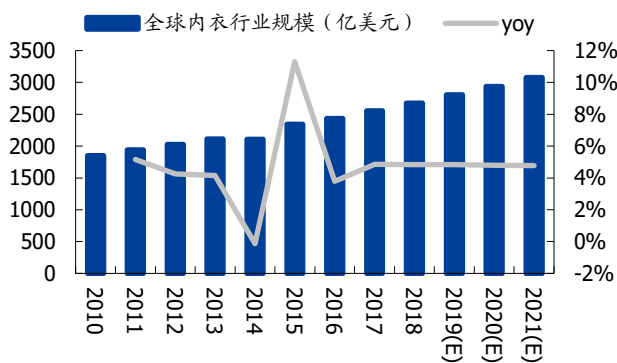
资料来源: 淘宝网、国盛证券研究所

无缝内衣属新兴市场，渗透率不断提高

全球内衣市场整体需求增速平稳。广义而言，内衣包括基础内衣、功能内衣以及家居服等，普及程度高，市场发展成熟。根据 statista 网站统计，2010年~2018年全球内衣市场复合增速为 4.7%，其中销售量的复合增速为 2.8%，内衣平均单价复合涨幅为 2%，无论是从需求量还是从单价提升角度来看，内衣市场增速均低于其他服饰品类。其中，具备高品质高科技的中高端内衣逐渐得到市场重视。

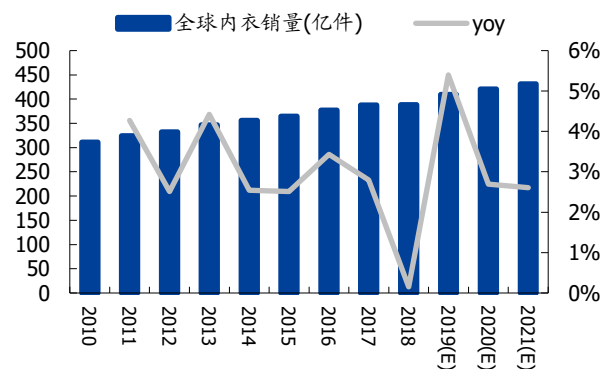
分区域来看，以中国为代表的发展中国家内衣物消费市场需求远高于欧美等发达国家。根据 Euromonitor 统计，2012年~2017年中国内衣市场规模增速达中高单位数水平，远高于美国低单位数以及日本、德国、英国负增长的趋势。究其原因在于近年中国人口红利叠加消费升级因素等影响。未来预计这一增长趋势放缓（维持中低单位数），但依旧高于美国日本等发达国家。

图表 10: 2010~2021 (E) 全球内衣行业规模



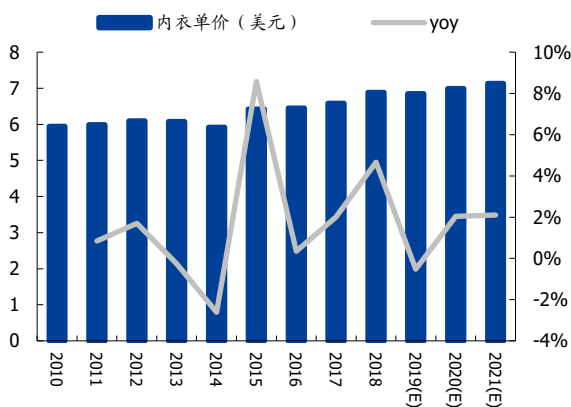
资料来源: statista, 国盛证券研究所

图表 11: 2010~2021 (E) 全球内衣销量



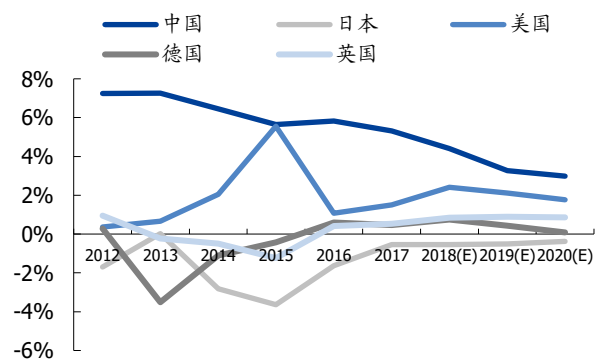
资料来源: statista, 国盛证券研究所

图表 12: 2010~2021 (E) 全球内衣平均单价



资料来源: statista, 国盛证券研究所

图表 13: 各国内衣市场规模增速对比



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

无缝针织属于纺织新兴产业，渗透率不断提升。无缝针织技术缘起于欧洲，全球第一台无缝内衣针织样机与 1984 年问世，1992 年才由奥地利 Wolford 公司正式推向市场，逐渐培育消费者对于无缝针织服装的消费习惯。1999~2005 年，欧洲成为全球无缝服装的核心市场，坐拥意大利、奥地利、以色列、土耳其四大制造基地。2005 年以后，由于欧

元区生厂商成本压力较大，同时 WTO 成员国之间取消贸易配额也使得以中国为代表亚洲国家凭借强大的制造能力与成本优势获得生产转移，自此加速的无缝纺织服装在全球的推广。

无缝针织工艺是顺应高品质高效率需求下的产物，对传统缝制局部替代是趋势。与传统针织技术相比，无缝针织技术不仅解决了对于紧身、塑身、贴身服饰（主要是内衣）的不适感和外观破坏性。同时，无缝针织技术自动化程度高，通过电脑程序修改实现不同品类、规格的产品生产，减轻了生产厂商对劳动力的依赖、设备及生产线的调整压力，同时提高了产品精细程度。

无缝内衣占比不断提高，未来有望迎来喷井式增长。2000年即便在全球时尚中心的意大利，无缝内衣的接受度也仅有3%，而后随着技术水平的提高以及新型功能性纤维的应用，在2007年左右无缝内衣占据意大利女性内衣市场20%左右的份额，而到了2010年，欧美市场女士无缝内衣的市占率已经达到30%以上。从全球范围内来看，2016年无缝内衣的市占率约10%，预计到2020年市占率达到15%~20%，市场规模达到450亿美元，前景广阔。

就国内而言，随着居民消费能力的提高以及消费升级的意识觉醒，无缝内衣凭借其高舒适感及强功能性，渗透率也在不断提高。目前几乎所有内衣品牌都拥有无缝产品，市场普及率逐步上升，例如基础内衣品牌维多利亚的秘密、黛安芬、华歌尔、爱慕等，塑身内衣 SPANX、MAIDENFROM，以及运动品牌服饰 NIKE、ADIDAS、LULULEMON、UA 等。

产能释放对接优质客户，产业链完整铸就龙头优势

产业链上下游布局完整

织机种类齐全，建设辅料生产工厂。袜子的生产与其他纺织品同之处在于不需要面料再织造而是通过纱线直接织成，因而针对不同类型、不同款式的袜子织机不能通用。公司生产棉袜种类繁多，同质化程度低，定位中高端，产能在行业内处于领先水平，具备一定竞争壁垒。同时还建立了橡筋线、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂，配备刺绣、点塑、辅饰等工序。

解决染色瓶颈，提升生产效率。行业内袜子生产商往往对纱线、涤纶等原材料进行采购后外包给染色工厂进行加工后再织造。但是袜子业务量小，且颜色需求广而杂，染色工厂往往难以满足其要求并且时常受环保限制导致停工延期，导致袜子生厂商产生染色偏差或无法保证交期等问题。健盛集团为保证产品的质量与交期，向上延伸产业链，在国内与越南都配置了印染项目，解决了染色瓶颈。

- 国内：位于衢州的江山针织工厂具备染色项目，并已步入正轨。2018年4月公司公告拟出资建设江山健盛新材料有限公司，形成年产2000吨氨纶橡筋线、10000吨纱线染色产品的生产能力。
- 越南：2016年开始布局染色项目，目前已可自给自足。近年新投资兴安染色工厂，预计达成日产50吨纱线染色产品（目前越南需求20吨/日），旨在满足越南扩充产能后的需求以及部分中国工厂，并可为其他公司提供染色服务。

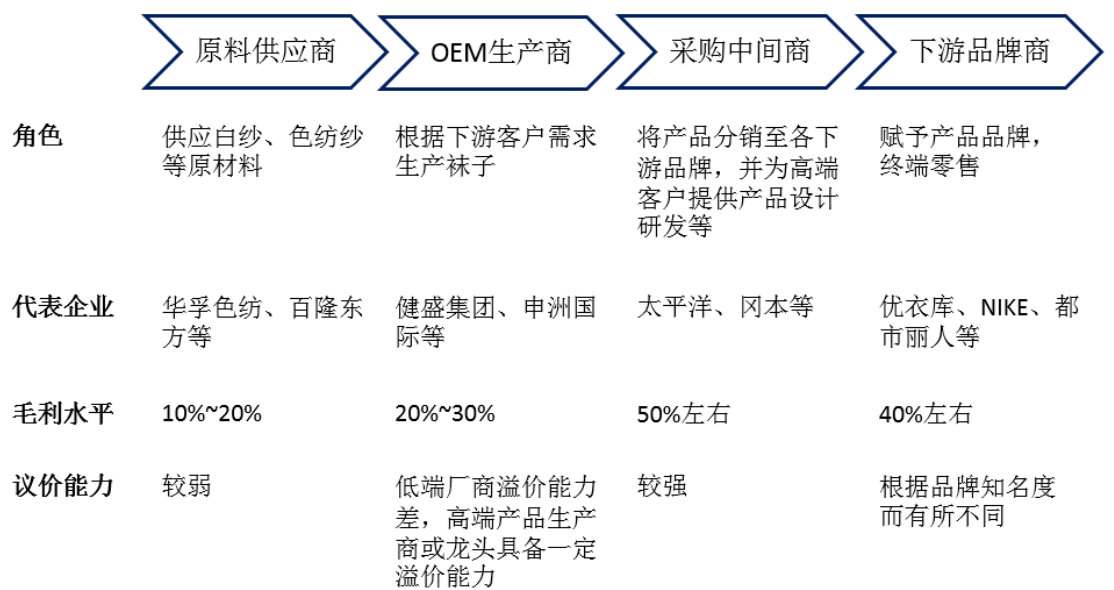
积极拓展与品牌商直接合作

产品设计研发能力是生产链的核心竞争力。通常而言，OEM制造商仅根据客户需求生产

产品，对于棉袜这种服饰配件，品牌商往往不参与设计研发，而将该职能赋予知名采购中间商（如优衣库的棉袜采购中间商冈本），采购中间商成为棉袜供应链的核心力量，对上游OEM生厂商极具议价能力，且与下游品牌商粘性强，其盈利水平高。基于此，OEM生产商提升自身设计研发能力直接对接客户，如申洲国际；或品牌商收购采购中间商，如PUMA收购道步（欧洲专业棉袜采购商），成为趋势。

公司积极提高综合实力，积极与下游品牌商直接合作。目前公司直接签约品牌商能力增强，2013年公司前五大客户分别是迪卡侬、冈本、道步、太平洋、伊藤忠，其中四席为知名采购中间商，而到了2018年公司前五大客户分别为PUMA、UA、优衣库和冈本（部分棉袜由优衣库直接采购，部分仍经过中间商冈本）、迪卡侬、HM，几乎均为品牌商。同时公司积极提高设计研发能力，已建立设计研发销售子公司以满足客户多样化需求，并计划在2019年越南单独开一个工厂专门为优衣库进行生产。公司的综合实力不断得到下游知名品牌商认可。

图表 14: 袜业生产—销售流程图



资料来源：国盛证券研究所整理

越南产能释放，享乘行业整合红利

越南等东南亚地区制造成本低，产业转移是趋势。纺织制造业在全球经历了四次产业转移（欧盟等地—>美洲—>亚洲四小龙—>中国沿海等地），中国作为全球纺织制造品出口大国，随着经济快速增长，劳动力等成本随之上涨，故产业自上而下出现向东南亚各国转移的趋势。越南地区除了在员工工资、水电费用、地租成本等方面具备优势，在税收方面更利于外资建厂生产、出口；同时存在原材料采购依靠进口、员工培训等隐性成本。

- **成本优势:** 1) 员工工资为国内水平一半; 2) 水电费用均低于国内水平; 3) 土地租金普遍低于国内, 部分厂房土地免租金。
- **税收政策:** 1) 所得税 10%, 低于国内水平, 同时在 VSIP 工业区的企业享有“四免九减半”的优惠政策; 2) 出口各国关税优惠 (详见表《中越生产成本对比一览》)
- **劣势:** 原材料采购不便, 主要依靠进口; 员工效率较低, 需要磨合与培训等隐性成

本。

健盛集团是全球唯一一家在越南布局产能的棉袜生产商。从 2013 年布局至今，已拥有三个生产基地，分别满足棉袜织造、辅料加工生产以及染色工艺，完成全产业链布局。2017 年公司在越南产能达到 0.95 亿双，2018 年产能达到 1.1 亿双，计划 2019 年产能达到 1.5 亿双，扩张速度明显，未来公司产能扩张仍主要集中在越南地区。

越南产能扩张为公司引流更多客户/订单。1) 客户主动寻求越南作为生产基地，以优衣库为例，要求健盛在越南造厂专门为其生产；2) 越南产能扩张后，凭借低成本抢占其他小厂生产订单，享乘行业整合空间。综上所述，健盛集团已形成规模优势，是产能驱动型公司，未来随着越南产能不断释放，其订单随之增加，业绩增速可观。

图表 15: 中越生产成本对比一览

	中国	越南
月平均工资	5371 元 (2017 年制造业城镇单位就业人员平均工资)	1988 元 (2017 年制造业国企人员平均工资)
三年工资复合增速	7.85%	7.90%
15-64 岁人口数	99829 万	6537 万
15-64 岁人口占比	71.82%	69.79%
出口关税	日本: 7% 美国: 14% 欧盟: 2016 年 4 月 1 日, 欧盟将中国纺织服装进口关税由 9% 提高到 12%	日本: 免征关税 美国: 14% (若越南加入 TPP 组织后, 免征关税) 欧盟: 2018 年《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA) 正式生效, 根据协议, 越南 86% 的商品出口欧盟将享受零关税, 7 年后, 该数字将达到 99%。
所得税	25% (满足一定条件为 15%, 纺织服装类企业一般不满足)	20% (企业所得税优惠: A 区享受 4 年免税优惠 (从产生纯利润起计算, 最迟不超过 3 年), 免税期满后 9 年征收 5%, 紧接 6 年征 10%, 之后按普通项目征税; B 区享受 2 年免税优惠 (从产生纯利润起计算, 最迟不超过 3 年), 免税期满后 4 年征收 7.5%, 紧接 8 年征 15%, 之后按普通项目征税。)
土地租金	600-800 元/平米	200-300 元/平米; 土地租金优惠项目: 租用 A 区土地最长减免 15 年; B 区最长减免 11 年。
工业用水	3.22 元/吨	4.1 元/吨
工业用电	0.8 元/度	0.4 元/度

资料来源: 越南国家统计局、中国国家统计局、国盛证券研究所

俏尔婷婷: 强研发+产能扩张, 业绩增速可期

无缝内衣领先者, 技术设备先进、重研发投入。俏尔婷婷创立初期由日本贤青木对进行辅导, 培养出日是现场管理和品质管理能力; 而后俏尔婷婷同国际无缝内衣领导者 DELTA 公司进行合作, DELTA 派技术与研发专家对俏尔婷婷进行辅导, 使得俏尔婷婷具备日式专业管理能力以及国际领先无缝内衣纺织技术。截至目前, 俏尔婷婷已拥有 17 项国家发明专利, 24 项实用新型专利, 具备国内独一无二的 40 针超薄面料织机, 并拥有一支由 120 人组成的专业设计研发团队, 研发能力高于同行。2016 年公司创营收 4.05 亿元, 根据我们预测, 2017/2018/2019 营业收入分别为 4.5/5.1/6.2 亿元, 增速较快。

客户质量高，与健盛集团客户形成互补。俏尔婷婷与健盛集团均属于内衣类 OEM 制造商，且定位均为各子行业中高端产品，故下游客户可以相互引流，达成协同。目前俏尔婷婷的三大客户分别是 DELTA、优衣库和迪卡侬，有两大客户及若干小客户与健盛集团重合，未来有望提高公司整体在这类客户中的议价权。

图表 16: 俏尔婷婷的客户



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 健盛集团的客户



资料来源: wind, 国盛证券研究所

建设三大产业基地，产能有序扩张。目前俏尔婷婷拥有上虞和贵州两大生产基地，产能利用率 95%以上。2017 年拥有设备数量 310 台，2018 年设备数量达 380 万，贵州基地产能释放。越南无缝内衣生产基地有望于 2019 年下旬投入试运营，未来三年越南基地年增加设备数量 100 件，解决产能瓶颈，未来营收增速可期。

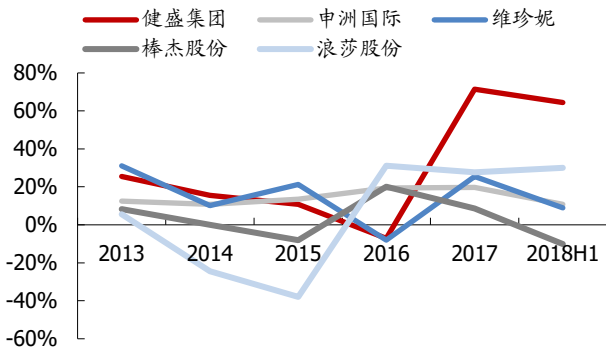
无缝内衣行业处于蓄势增长阶段，俏尔婷婷增厚公司业绩。随着无缝内衣的渗透率不断提高，增量空间广阔，俏尔婷婷作为国内领先生厂商具备生产中高端产品能力以及获取重要客户大单能力，会率先收益。2018 年公司已超额完成业绩承诺（8000 万元），扣非后归母净利润达 9000 万元。我们预计 2019 年~2021 年，无缝内衣业务保持 20%以上的增速发展，增厚公司业绩。

财务分析

主营业务运营稳健

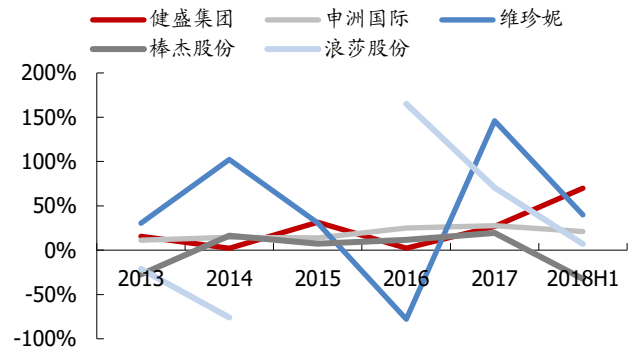
与健盛集团同处于 OEM 制造领域的公司相比，健盛集团营收增速与净利润增速相对平稳。主要系公司处于棉袜细分领域行业龙头，具有较强获取客户维持订单能力。2016 年首次出现营收增速下降，主要受土耳其政局不稳影响导致流失迪卡侬大订单，2017 年影响清除，迪卡侬订单回流。公司迅速调整客户管理战略，同时收购俏尔婷婷，共促 2017/2018H1 营收增速增长迅猛。

图表 18: 健盛集团营收增速情况与同业对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 健盛集团归母净利润情况与同业对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

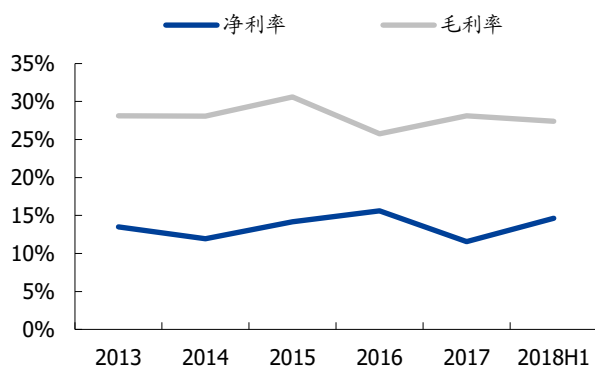
盈利能力行业居前, 越南建设导致费用率有所上升

就毛利率水平来看, 公司处于行业中上游水平。2013~2018H1 公司毛利率始终维持在 30%左右。主要系: 1) 公司生产中高端产品, 同质化水平低, 工艺难度较高, 具有一定竞争壁垒, 高售价奠定高毛利基础; 2) 公司形成规模化优势, 单位产出成本相对较低。

就期间费用率情况来看, 公司费用率整体把控良好, 布局越南工厂导致管理费用有所上行。2013 年起, 公司管理费用呈平稳上升趋势, 主要由于布局越南工程增加的管理费用所致。2017 年管理费上升显著主要系兼并俏尔婷婷工资薪酬、运输费用等系列成本, 同时 2015 年、2016 年子公司杭州乔登、江山针织分别购入土地计划扩充产能, 造成无形资产摊销增加。而销售费用呈平稳下降趋势, 主要系越南产能逐步释放, 低销售成本所致。预计未来随着公司不断开拓越南产能, 整体期间费用率呈平稳上升趋势。

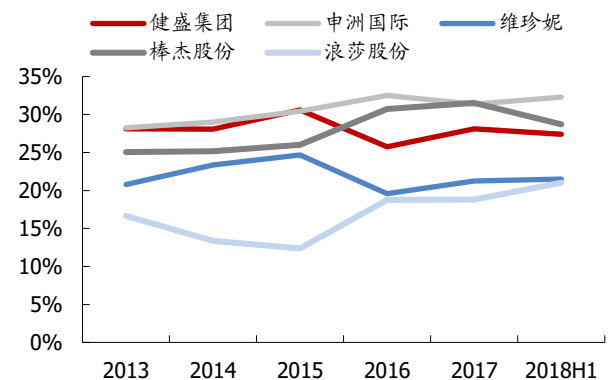
公司净利率水平行业居前。公司净利率水平维持在 10%~15%左右, 2017 年并表俏尔婷婷后, 盈利能力呈上升趋势, 未来有望进一步提高。

图表 20: 2013~2018H1 公司毛利率与净利率情况



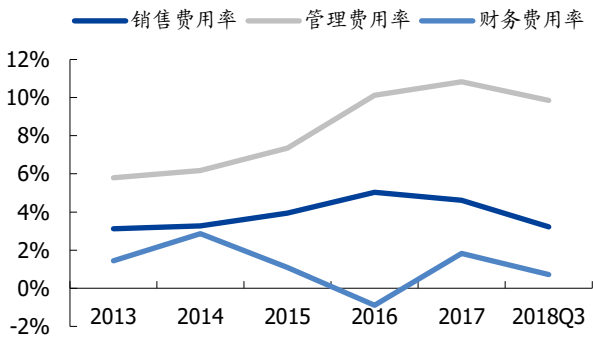
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 公司毛利率水平与同业对比



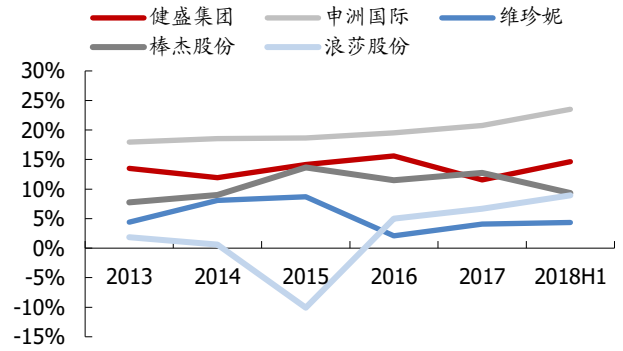
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2013~2018H1 公司三费情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 公司净利率水平与同业对比



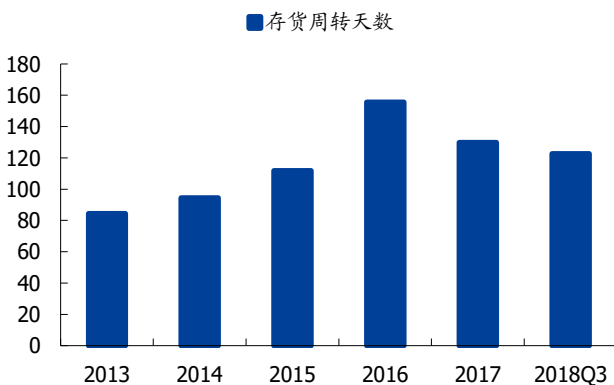
资料来源: wind, 国盛证券研究所

实际运营能力逐步增强

从存货角度来看, 2017 年存货周转加快。2013~2016 年, 公司存货周转天数上行, 主要系公司越南工厂逐步投产, 原材料备货及产品增加导致存货上升, 2016 年末越南印染公司、越南健盛公司期末原材料库存同增 70.05%。2017 年以来, 库存周转天数转好, 2017 年、2018Q3 存货周转天数分别同降 26、21 天。

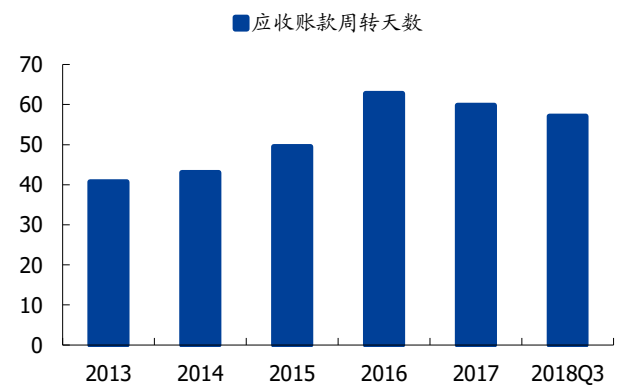
从应收账款角度来看, 周转天数放缓主要系开发新客户给予的优惠政策。2013 年起公司应收账款周转速度逐步放缓, 2016 年这一状况有所加剧主要系当年大客户订单流失, 公司为尽快开发新客户给予一定账期优惠政策导致公司应收账款周转天数同比增加 14 天至 63 天, 2017 年起周转情况有所加快。

图表 24: 2013~2018Q3 存货周转天数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 2013~2018Q3 应收账款周转天数

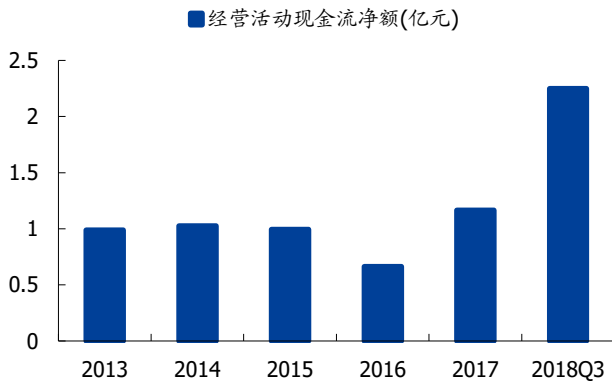


资料来源: wind, 国盛证券研究所

经营现金流情况良好

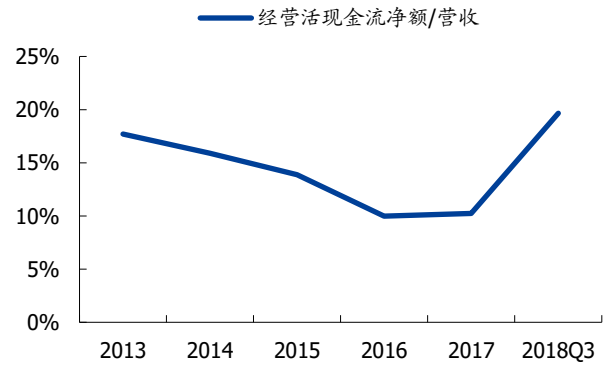
2013-2015 年公司经营现金流净额维持在 1 亿元左右，2016 年同比下降 33.24% 主要系越南印染、越南健盛、江山针织公司期末原料成品备货，支付货款相应增长较多所致。2017 年随公司销售收入大幅增长公司经营性现金流持续提升，预计未来随着俏尔婷婷并购以及棉袜越南产能释放，经营现金流将进一步充裕。

图表 26: 2013~2018Q3 经营性自由现金流情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2013~2018Q3 经营性自由现金流占营收比重



资料来源: wind, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

棉袜端: 根据我们对杭州健盛、杭州乔登、江山计生、江山思进、江山针织以及健盛越南生产基地产能及利用率情况测算，我们预计 2019/2020/2021 年公司棉袜产能分别为 3.1/3.65/4.1 亿双，假设产能利用率分别为 98%/98%/98%，产销率分别 98%/98%/98%，测算出棉袜销量分别为 3.01/3.54/3.94 亿双。

根据前几年棉袜销售单价涨幅，假设未来棉袜均按 2% 的增速提价，且人民币兑美元汇率不出现大浮波动。推算出 2019/2020/2021 年棉袜销售金额分别为 11.37/13.66/15.49 亿元。

无缝内衣端: 根据我们对国内及越南无缝织机的数量情况，测算出 2019/2020/2021 年无缝织机分别为 400/500/600 台，每年增速分别为 8%/25%/20%。

根据俏尔婷婷未来产品结构调整，盈利能力高的运动内以及文胸增速高于常规内衣与塑身内衣。经测算，2019/2020/2021 年无缝内衣销售金额分别为 6.29/7.87/9.94 亿元。

图表 28: 产能预测

	2018E	2019E	2020E	2021E
棉袜 (万双)				
国内产能	17000	16000	17000	17000
越南产能	11000	15000	19500	24000
越南占比 (%)	39.29%	48.39%	53.42%	58.54%
合计	28000	31000	36500	41000
无缝内衣 (台织机)				
国内产能	370	400	400	400
越南产能			100	200
越南占比 (%)			20.00%	33.33%
合计	370	400	500	600

资料来源: 国盛证券研究所

图表 29: 营收预测 (万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
棉袜				
产能 (万件)	26150	28000	31000	36500
产能利用率	97.82%	98.00%	98.00%	98.00%
产销率	99.40%	99.00%	98.00%	98.00%
销量 (万件)	25425	27166	30076	35412
销售单价 (元)	3.64	3.71	3.78	3.86
单价 yoy		2.00%	2.00%	2.00%
销售金额	92,436.25	100738.86	113762.95	136625.63
销售额 yoy	41.15%	8.98%	12.93%	20.10%
无缝内衣				
常规内衣	13435.61	12763.83	13402.02	14742.23
常规内衣 yoy	-5.00%	-5.00%	5.00%	10.00%
塑身内衣	9837.32	10329.19	11362.11	12498.32
塑身内衣 yoy	5.00%	5.00%	10.00%	10.00%
运动内衣	11693.51	14616.89	19732.80	26639.28
运动内衣 yoy	25.00%	25.00%	35.00%	35.00%
文胸	10118.12	13153.55	18414.97	24860.21
文胸 yoy	35.00%	30.00%	40.00%	35.00%
销售金额	45084.56	50863.46	62911.90	78740.04
销售额 yoy	11.70%	12.82%	23.69%	25.16%
家居服饰及其他	2,171.64	2388.80	2747.12	3021.84
合计	113387.32	153991.12	179421.98	218387.51
YoY	71.19%	35.81%	16.51%	21.72%
总毛利率	28.20%	30.74%	32.24%	32.95%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

表 30: 三费预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
销售费用	4.61%	4.50%	4.55%	4.65%
管理费用	10.83%	10.70%	10.75%	10.85%
财务费用	1.43%	-0.47%	-0.25%	-0.35%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

税率假设: 考虑到越南享受税收优惠(纺织 0%, 印染 20%), 收入占比约 40%以上, 以及国内不同子公司纳税情况不同, 综合考虑假设税率为 17%。

图表 31: 健盛集团各子公司税明细

纳税主体	所得税税率
杭州健盛	15%
江南针织	15%
越南健盛	0%
越南印染	20%
俏尔服饰	15%
鼎盛服饰	15%
其他纳税主体	25%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综合考虑各项业务的产能情况以及假设销售情况, 预计 2018/2019/2020 年公司净利润分别为 2.09/2.63/3.14 亿元, 同增 59.3%/25.8%/19.3%, 对应 EPS 分别为 0.50/0.63/0.75 元。

估值评级

估值分析: 综合绝对估值和相对估值结果, 我们认为公司作为该细分领域制造业龙头, 应享有一定龙头溢价。给予目标价 13 元, 对应 2019 年 PE 21 倍。

绝对估值: 按照 DCF 估值法, 假设永续增长率为 2%、股票市场风险溢价为 6.5%, 则 WACC 为 9.15%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率, 进行敏感性分析, 得出估值区间 13.13~13.65 元, 对应 2019 年 PE 为 21~22 倍。

图表 32: WACC 假设和计算 (单位: 百万元人民币)

WACC 计算假设		股权价值计算过程	
无风险利率	3.00%	FCFF 预测期现值	389.53
市场预期收益率	10.00%	FCFF 过渡期现值	1081.43
债务成本	4.28%	FCFF 永续价值现值	4207.15
税率	17.00%	企业价值	5678.11
股票 beta	1.1	非核心资产	495.61
股权成本	10.70%	付息债务	600.01
WACC	9.48%	少数股东权益	0
过渡期年数	4	股权价值	5573.71
过渡期增长率	20.00%	总股数	416.36
永续增长率	3.00%	每股价值 (元)	13.39

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 绝对估值

	永续增长率 g								
	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
8.68%	14.49	14.66	14.84	15.02	15.21	15.40	15.59	15.80	16.01
8.88%	14.04	14.20	14.37	14.54	14.71	14.89	15.07	15.26	15.46
9.08%	13.62	13.77	13.92	14.08	14.24	14.41	14.58	14.76	14.94
9.28%	13.22	13.36	13.50	13.65	13.80	13.96	14.12	14.29	14.46
WACC 9.48%	12.84	12.97	13.10	13.24	13.39	13.53	13.68	13.84	14.00
9.68%	12.47	12.60	12.73	12.86	12.99	13.13	13.27	13.42	13.57
9.88%	12.13	12.25	12.37	12.49	12.62	12.75	12.88	13.02	13.16
10.08%	11.80	11.91	12.03	12.14	12.26	12.39	12.51	12.64	12.77
10.28%	11.49	11.59	11.70	11.81	11.92	12.04	12.16	12.28	12.40

资料来源: 国盛证券研究所

相对估值: 公司作为棉袜 OEM 生产商龙头, 其收购俏尔婷婷亦为无缝内衣行业生产商龙头, 现价 10.97 元, 对应 2019 年 PE 17 倍。我们认为公司未来发展路径应对标制造业龙头申洲国际 (2313.HK)。根据 wind 一致预期, 申洲国际 2018/2019/2020 年预测净利润为 46.40/54.14/63.69 亿元, 同增对应 PE 为 34/29/25 倍。

投资建议

公司是国内领先棉袜代工企业, 具备全生产链延伸、越南产能布局优势, 未来随着越南产能将进一步扩张订单有望随之增长。收购俏尔婷婷, 切入无缝内衣新兴纺织行业, 与主业在客户、原材料采购、运输等方面有望形成协同, 增速可期。预测 2018/2019/2020 年净利润分别达到 2.09/2.63/3.14 亿元, 对应 EPS 0.50/0.63/0.75 元。给予目标价 13 元, 对应 2019 年 PE 21 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济不景气导致消费疲软: 经济景气下行可能会影响居民可支配收入收缩,从而导致消费者购买力消减。

汇率异常波动风险: 公司约有 80%以上的出口产品,人民币升值将会导致公司利润下滑,故汇率异常波动则会影响公司利润水平。

越南政策变化风险: 公司在越南产能比例约 40%,未来这一比例将持续上升。如果越南外贸政策、税收政策修改,将会对公司利润带来明显影响。

客户订单转移风险: 公司前五大客户占总收入比重较大,若重要客户订单转移将会对公司营业收入以及业绩带来较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com